

송원산업(004430)

2Q19 Preview: 차별화된 실적 모멘텀 가시화

판매량 증가로 2분기 영업이익 전년동기대비 120% 개선

2분기 영업이익 추정치를 전년동기대비 120%, 전분기대비 82% 증가한 251억원으로 25% 상향한다. 추정치를 상향한 이유는 주력제품인 폴리머안정제의 판매량 증가와 원가하락에 따른 실적개선 효과가 기존 추정치를 뛰어 넘을 전망이다. 전분기대비 폴리머안정제 판매량 증가폭을 21%로 기존 추정치 대비 13%p 상향한다. 주요 원재료인 phenol 및 naphtha 가격 또한 6월 재차 하락해 2분기 평균 원가는 기존 추정치 대비 각각 9%, 7% 낮아졌다. 대폭적인 실적 개선을 반영해 목표주가 또한 32,000원으로 14% 상향한다.

석유화학 신증설 수혜 가시화

예상을 뛰어넘는 폴리머안정제 수요증가는 미국의 신규 석유화학 설비들의 본격적인 가동에 기인한다. 작년 12월에서 올해 2월까지 무역분쟁과 비수기로 잠시 감소했던 미국의 아시아향 PE 수출량은 3월부터 급등하기 시작했다. 4월과 5월에도 전년동월대비 각각 148%, 57% 증가했다. 송원산업의 미국 시장점유율은 40% 전후로 미국발 석유화학 증설 수혜를 직접적으로 누리고 있다. 미국발, 중국발, 정유사발 신규 석유화학 증설은 향후 3년 이상은 지속될 전망으로 구조적인 수요 증가의 수혜를 다년간 누릴 전망이다.

실적에 대한 가시성 개선

목표주가는 보수적인 관점에서 작년과 올해 적정주가 평균으로 산출해 왔다. 무역분쟁 등 외부변수의 높은 변동성으로 올해 실적 개선 가능성에 대한 할인을 적용한 것이다. 그러나 현재 6개월에서 1년 이상의 중장기 공급계약으로 폴리머안정제 판매량이 증가하고 있고 하반기 신규 석유화학 설비가동까지 감안할 때 2분기와 같은 대폭적인 이익 개선의 가시성은 높아졌다. 따라서 2019년 적정주가의 가중치를 50%에서 75%로 상향함에 따라 목표주가도 32,000원으로 높였다. 특히, 전반적인 석유화학기업이 공급증가와 수요약세란 이중고를 겪고 있는 가운데 송원산업의 뚜렷한 실적 개선추세는 주가 또한 차별화시킬 것으로 전망한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	725	54	35	1,475	(18.1)	87	18.3	10.2	1.7	9.6	0.5
2018A	789	54	38	1,587	7.6	88	12.0	7.7	1.1	9.6	0.8
2019F	891	104	69	2,880	81.4	143	7.6	5.3	1.1	15.5	0.6
2020F	1,254	164	115	4,804	66.8	202	4.5	3.5	0.9	21.6	0.6
2021F	1,287	189	138	5,739	19.5	226	3.8	2.6	0.7	20.9	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 32,000원(상향)

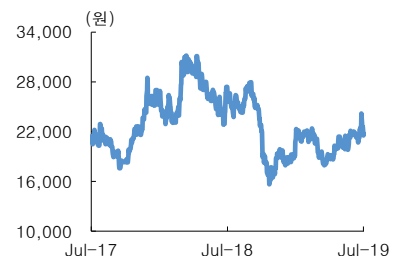
Stock Data

KOSPI(7/9)	2,052
주가(7/9)	21,800
시가총액(십억원)	523
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저(원)	27,950/15,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,547
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.4/17.4
주요주주(%)	송원물산 외 7인 35.6
	Red Tulip Investments 9.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.2)	(2.2)	(18.5)
KOSPI 대비(%p)	0.8	(1.6)	(8.3)

주가추이

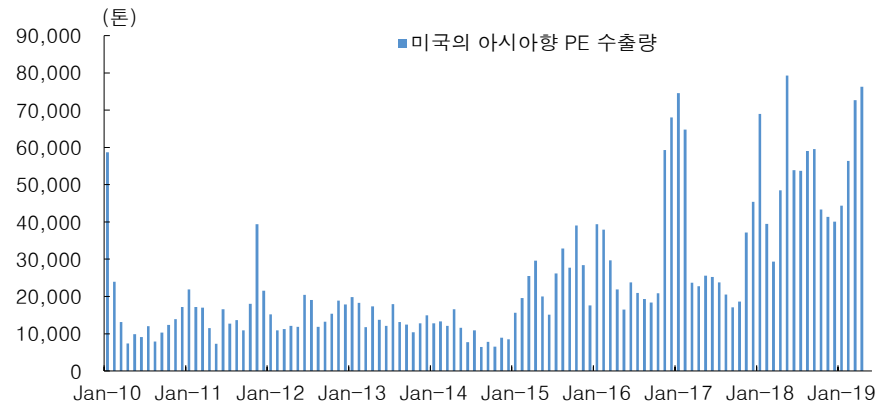


자료: FnGuide

이도연

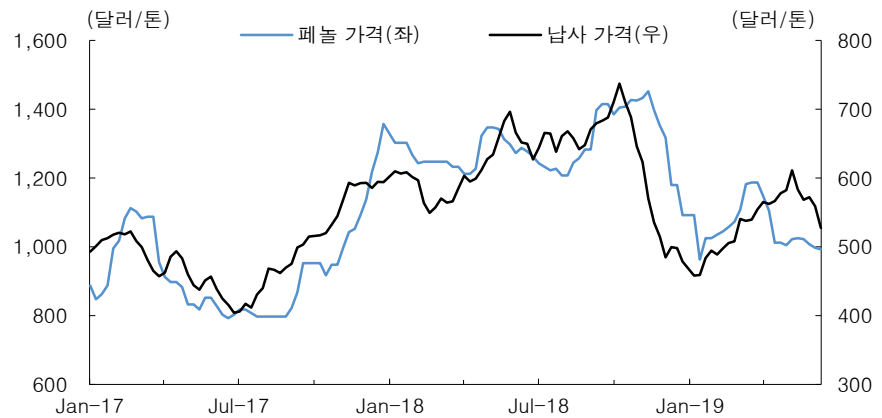
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 미국 PE 수출 증가는 폴리머안정제 수요증가로 이어짐



자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 2] 원가는 하향 안정



자료: 씨스켈, 산업자료, 한국투자증권

<표 1> 2019년 에틸렌 기준 신증설

(단위: ktpa)

	국가	회사	생산능력
1Q19	미국	DuPont de Nemours	91
	미국	Shintech	500
	이란	Bushehr Petrochemical	500
2Q19	한국	Hanwha Total Petrochemical Co Ltd	300
	한국	LG Chem Ltd	230
	러시아	ZapSibNeftekhim Petrochemical (SIBUR)	1,500
	미국	Axiall Lotte Chemical	1,000
3Q19	미국	Sasol	1,500
	중국	Others (50% of 10 expansion projects)	1,128
	이란	Kavian Phase2	550
4Q19	말레이시아	Petronas – Petrolim Nasional Berhad	1,200
2H19	미국	Formosa Plastics	1,500
2019	합계		9,999

자료: 산업자료, 한국투자증권

〈표 2〉 중국은 2020년부터 신증설 본격화

(단위: ktpa)

	지역	회사	생산능력
2020	저우산군도-저장성	Zhejiang Petrochemical	1,500
	다롄-랴오닝성	Hengli Petrochemical	1,500
	렌원강-장쑤성	Shenghong Refining & Chemical	1,100
	판진-랴오닝성	Liaoning Bora Petrochemical	1,000
	취안저우-푸젠성	Sinochem Quanzhou Petrochemical	1,000
	옌타이-산둥성	Wanhua Chemical	1,000
	잔장-광둥성	Sinopec Zhongke Refining & Petrochemical	800
	타이저우-저장성	SP Chemicals(Taixing)	650
	닝보-저장성	Ningbo Huatai Wealthy Polymer Material	600
	우한-후베이성	Sinopec-SK Wuhan Petrochemical	300
	톈진	Sinopec SABIC Tianjin Petrochemical	300
	홍둥-산시성	Shanxi Coking Coal Group	300
합계			10,050

자료: 산업자료, 한국투자증권

〈표 3〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	886	891	0.6	1,235	1,254	1.5
영업이익	100	104	4.6	165	164	(0.6)
영업이익률	11.2	11.7	0.5	13.4	13.1	(0.3)
세전이익	87	91	4.1	151	152	0.2
순이익	66	69	4.1	115	115	0.2

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	190	198	204	196	190	222	229	250	725	789	891	1,254
영업이익	15	11	17	10	14	25	30	36	54	54	104	164
영업이익률(%)	8.0	5.8	8.5	5.2	7.2	11.3	12.9	14.3	7.5	6.9	11.7	13.1
순이익	12	9	13	5	9	16	20	25	35	38	69	115
증가율(% YoY)												
매출액	8.9	5.9	13.0	7.5	(0.0)	12.0	12.0	27.7	4.4	8.8	13.0	40.7
영업이익	17.5	(38.2)	20.2	19.6	(9.8)	119.6	70.1	251.7	(28.7)	(0.4)	92.1	57.4
순이익	40.0	(29.3)	34.0	(6.7)	(25.4)	78.2	54.6	433.6	(18.2)	7.5	81.4	67.0
증가율(% QoQ)												
매출액	4.5	3.9	3.3	(4.1)	(2.9)	16.4	3.3	9.3				
영업이익	79.5	(25.0)	52.1	(41.6)	35.4	82.4	17.8	20.8				
순이익	136.6	(27.8)	47.2	(39.1)	39.4	56.7	14.1	10.5				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						23	26	25			87	115
KIS 추정 영업이익 변화(%)						10.7	13.0	43.7			19.6	42.5
KIS 추정 영업이익 변화(%)						25.0	(1.3)	0.0			4.6	(0.6)

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 5〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	2018	2019F
사업가치	FY18, FY19 동일 수정 EV/EBITDA 7.6 배 적용	665	1,078
투자유가증권		5	5
총자산가치		670	1,083
순부채		219	224
비지배주주 지분		0	0
순자산가치		451	859
발행주식수(천주)		24,000	24,000
적정가치(원)		18,802	35,809
적정주가(원)	FY18 적정가*0.25 + FY19 적정가*0.75		31,557
목표주가(원)			32,000

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

송원산업은 1965년 설립되었으며 폴리머 산화 및 노화를 방지하는 폴리머 안정제를 주로 생산. 그 외 알킬페놀, 주석 중간체, 윤활유 첨가제 등을 생산.

- 폴리머 안정제: 폴리머 산화 및 노화 방지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	378	392	446	572	677
현금성자산	55	63	21	59	150
매출채권및기타채권	131	116	171	209	215
재고자산	167	201	242	290	298
비유동자산	488	481	487	496	506
투자자산	18	16	21	21	21
유형자산	442	439	449	461	474
무형자산	22	18	15	13	11
자산총계	865	873	936	1,071	1,186
유동부채	325	377	358	381	382
매입채무및기타채무	110	101	124	149	153
단기차입금및단기사채	187	185	196	192	188
유동성장기부채	21	83	20	19	19
비유동부채	162	85	121	121	101
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	104	20	35	34	13
부채총계	487	461	479	502	483
지배주주지분	381	412	473	581	712
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	349	380	446	558	692
비지배주주지분	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	378	411	478	590	724

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	55	58	27	80	153
당기순이익	35	38	69	115	138
유형자산감가상각비	28	30	33	34	34
무형자산상각비	5	4	6	5	4
자산부채변동	(25)	(16)	(82)	(73)	(21)
기타	12	2	1	(1)	(2)
투자활동현금흐름	(50)	(15)	(29)	(33)	(33)
유형자산투자	(43)	(29)	(22)	(29)	(29)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(6)	15	(8)	(3)	(3)
무형자산순증	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	0	0	3	1	1
재무활동현금흐름	5	(38)	(41)	(9)	(28)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	12	(24)	(37)	(6)	(25)
배당금지급	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(4)	(11)	(1)	0	0
기타현금흐름	(4)	2	0	0	0
현금의증가	6	8	(42)	38	92

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

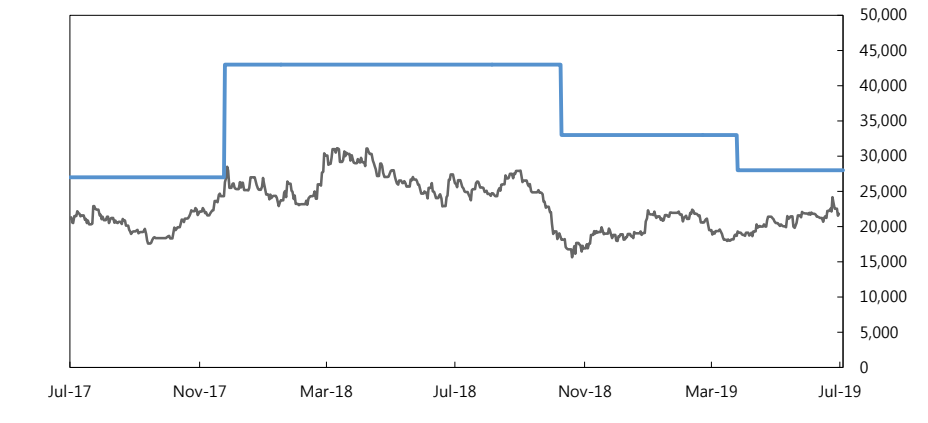
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	725	789	891	1,254	1,287
매출원가	570	633	645	875	878
매출총이익	155	156	246	379	409
판매관리비	101	102	142	214	220
영업이익	54	54	104	164	189
금융수익	25	21	14	15	19
이자수익	1	1	2	1	5
금융비용	36	29	29	29	28
이자비용	10	10	8	8	7
기타영업외손익	0	(1)	1	1	1
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	44	46	91	152	181
법인세비용	9	9	22	36	43
연결당기순이익	35	38	69	115	138
지배주주지분순이익	35	38	69	115	138
기타포괄이익	(7)	(4)	(4)	(4)	(4)
총포괄이익	27	34	65	111	134
지배주주지분포괄이익	28	34	65	111	134
EBITDA	87	88	143	202	226

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,475	1,587	2,880	4,804	5,739
BPS	15,869	17,163	19,948	24,610	30,207
DPS	140	160	140	140	140
성장성(% YoY)					
매출증가율	4.4	8.8	13.0	40.7	2.6
영업이익증가율	(28.7)	(0.3)	92.1	57.4	14.9
순이익증가율	(18.1)	7.6	81.5	66.8	19.5
EPS증가율	(18.1)	7.6	81.4	66.8	19.5
EBITDA증가율	(22.1)	1.5	62.1	41.8	11.8
수익성(%)					
영업이익률	7.5	6.9	11.7	13.1	14.7
순이익률	4.9	4.8	7.8	9.2	10.7
EBITDA Margin	12.0	11.2	16.0	16.1	17.6
ROA	4.1	4.4	7.6	11.5	12.2
ROE	9.6	9.6	15.5	21.6	20.9
배당수익률	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6
배당성향	9.5	10.1	4.9	2.9	2.4
안정성					
순차입금(십억원)	237	221	229	185	69
차입금/자본총계비율(%)	82.9	70.5	52.9	41.8	30.6
Valuation(X)					
PER	18.3	12.0	7.6	4.5	3.8
PBR	1.7	1.1	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	10.2	7.7	5.3	3.5	2.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
송원산업 (004430)	2017.04.11	매수	27,000원	-24.0	-8.5
	2017.12.04	매수	43,000원	-39.4	-27.6
	2018.10.19	매수	33,000원	-41.0	-32.1
	2019.04.04	매수	28,000원	-25.8	-13.6
	2019.07.11	매수	32,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 10일 현재 송원산업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.